

**MUA – Giá mục tiêu 1 năm: 15.000 đồng/cp**

**Giá hiện tại: 12.550 đồng/cp**

**Nguyễn Đăng Khoa**

[khoand1@ssi.com.vn](mailto:khoand1@ssi.com.vn)

+84 28 3636 3688 ext. 128

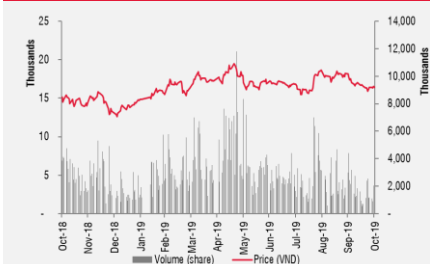
Ngày 05/03/2020

**NGÀNH NĂNG LƯỢNG**

**Các chỉ số chính**

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	219
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	5.096
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	421
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	19,63/11,65
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.661.268
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	1,61
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	37,3
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	17,8
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	50,41

**Biên động giá cổ phiếu**



Nguồn: Bloomberg

**Thông tin cơ bản về công ty**

PVD được thành lập năm 2001 theo chiến lược của PetroVietnam nhằm tập trung vào xây dựng và phát triển công nghệ dầu khí. Tháng 2/2006, PVD được cổ phần hóa và tháng 12/2006, cổ phiếu bắt đầu giao dịch trên HOSE với vốn điều lệ ban đầu là 680 tỷ đồng. PVD sở hữu ba giàn khoan tự nâng (PV DRILLING I, II, III), một giàn khoan đất liền và một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm – TAD.

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

**KQKD 2020 dự báo hầu như không bị ảnh hưởng bởi giá dầu thấp và dịch bệnh Covid-19**

**Cập nhật kết quả kinh doanh 2019**

tỷ đồng	2018	2019	% yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.500</b>	<b>4.369</b>	<b>-20,6%</b>
<i>Dịch vụ cho thuê giàn khoan</i>	<i>2.085</i>	<i>2.177</i>	<i>4,4%</i>
<i>Dịch vụ kỹ thuật khoan và dịch vụ khác</i>	<i>2.066</i>	<i>1.746</i>	<i>-15,5%</i>
<i>Thương mại</i>	<i>1.350</i>	<i>448</i>	<i>-66,8%</i>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>397</b>	<b>449</b>	<b>13,1%</b>
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>197</b>	<b>189</b>	<b>-3,9%</b>

Nguồn: PVD

PVD đã công bố KQKD 2019 với doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 4.369 tỷ đồng (-20,6% YoY), 449 tỷ đồng (+13,1% YoY) và 189,2 tỷ đồng (-3,9% YoY). Theo đó, PVD đã hoàn thành vượt 14% kế hoạch doanh thu, đồng thời ghi nhận mức lợi nhuận vượt xa so với kế hoạch đặt ra cho năm 2019 là không lỗ.

Doanh thu 2019 có sự sụt giảm so với năm 2018 do:

- (1) Doanh thu cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ liên quan khác (chiếm 40% doanh thu trong năm 2019) giảm 15,5% YoY do PVD khó có thể cung cấp dịch vụ liên quan cho các dự án ở nước ngoài của dàn khoan PV Drilling 1 và 3 mà phải sử dụng dịch vụ của các nhà cung cấp bản địa.
- (2) Doanh thu thương mại giảm mạnh từ 1.350 tỷ đồng trong năm 2018 về còn 448 tỷ đồng trong 2019 (do không còn hợp đồng mua bán thiết bị cho các đối tác như Rosneft, Repsol và Vietsopetro như trong năm 2018)

**Tuy nhiên, hoạt động cho thuê giàn khoan có sự cải thiện rõ rệt giúp cải thiện KQKD nói chung.** Doanh thu mảng này tăng nhẹ 4,4% YoY và chỉ còn lỗ gộp 18,2 tỷ đồng, so với mức lỗ 166,5 tỷ đồng trong năm 2018 nhờ (1) hiệu suất sử dụng giàn khoan tự nâng (JU) của PVD đạt 90% trong năm 2019, cải thiện tích cực so với năm 2018 là 85% và 2017 là 74%; và (2) giá cho thuê trung bình cũng tăng nhẹ 3% đạt mức 57,5 nghìn USD/ngày. Theo đó, lợi nhuận gộp của PVD trong năm 2019 đạt mức tăng trưởng 13,1% YoY.

**Thu hồi nợ xấu từ PVEP và PVEP POC giảm dẫn đến giảm hoàn nhập dự phòng so với năm 2018 gây ảnh hưởng lên tăng trưởng lợi nhuận.** PVD đã ghi nhận hoàn nhập dự phòng 121,5 tỷ đồng trong năm 2018 trong khi con số năm 2019 là -0,5 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản này, có thể thấy lợi nhuận từ HĐKD chính của PVD chuyển từ lỗ khoảng 29 tỷ đồng trong 2018 sang lãi hơn 70 tỷ đồng trong năm 2019.

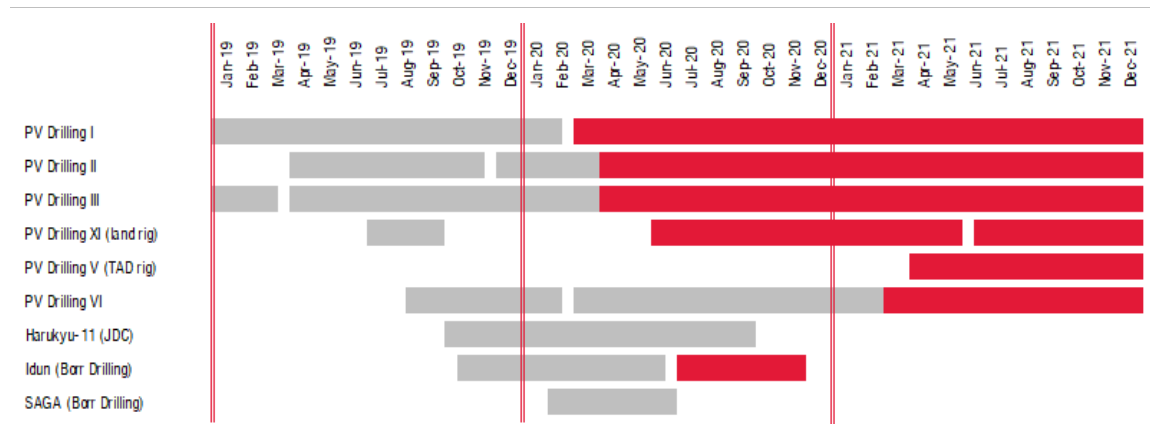
## Ước tính lợi nhuận

Cho năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu thuần có thể đạt 5.237 tỷ đồng (+19,9% YoY) và LNST cho cổ đông công ty mẹ đạt 236 tỷ đồng (+24,7% YoY), dựa trên các giả định:

- **Giàn khoan JU:** dựa trên hợp đồng đã ký kết theo trao đổi với ban lãnh đạo, chúng tôi cho rằng hiệu suất sử dụng giàn khoan JU của PVD có thể đạt 96,5% trong năm 2020 (so với mức 90% trong 2019). Giá cho thuê giàn JU bình quân có thể đạt hơn 64 nghìn USD/ngày (+11,6% YoY);
- **Giàn khoan trên đất liền:** PV Drilling 11 dự kiến có khối lượng công việc nhiều hơn, có thể đạt hiệu suất sử dụng 50%. Lưu ý giàn khoan này cũng đã hết khấu hao kể từ năm 2018;
- **Giàn khoan thuê lại:** Giàn khoan Harukyu-11 sẽ hoạt động từ Q4/2019 - Q3/2020, trong khi giàn khoan Idun sẽ được thuê cho đến Q3/2020. Ngoài ra, dàn khoan SAGA mới đi vào hoạt động từ tháng 2/2020 và dự kiến được thuê đến hết Q2/2020. Tuy nhiên, chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo đối với giàn này do thiếu thông tin chi tiết.
- **Các dịch vụ kỹ thuật khác** ước tính đạt tăng trưởng doanh thu 5-10%, nhờ khối lượng công việc cho các giàn khoan JU tăng (bao gồm các giàn thuộc sở hữu của PVD và các giàn cho thuê).
- PVD có thể sẽ ghi nhận hoàn nhập dự phòng từ nợ xấu từ PVEP khoảng 55 tỷ đồng trong tổng số tiền thu được từ PVEP là 110 tỷ. Giả định này của chúng tôi khá thận trọng so với tổng giá trị hoàn nhập tiềm năng có thể lên đến 210 tỷ đồng trong năm 2020.

Dàn khoan TAD dự kiến sẽ hoạt động trở lại kể từ quý 2/2021 và sẽ là động lực chính giúp tăng trưởng QKĐ cho PVD năm 2021 thay vì phải tốn chi phí khoản 45 tỷ đồng mỗi năm để duy trì mặt dù không có hoạt động. Chúng tôi giả định hiệu suất sử dụng giàn khoan JU của PVD có thể đạt 98.5% trong năm 2021 và giá cho thuê giàn JU bình quân có thể tăng lên đạt 68 nghìn USD/ngày (+6,2% YoY). Theo đó, chúng tôi ước tính PVD có thể đạt doanh thu và LNST cho cổ đông công ty mẹ năm 2021 lần lượt là 5.790 tỷ đồng (+10,6% YoY) và 313 tỷ đồng (+32,8% YoY).

## Ước tính khối lượng công việc của PV Drilling trong 2019-2021



Nguồn: PVD, SSI ước tính

tỷ đồng	2019	2020F	% yoy	2021F	% yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.369</b>	<b>5.237</b>	<b>19,9%</b>	<b>5.790</b>	<b>10,6%</b>
<i>Dịch vụ cho thuê giàn khoan</i>	2.177	2.911	33,7%	3.048	4,7%
<i>Công suất trung bình giàn khoan JU</i>	90%	96%	7,3%	99%	2,1%
<i>Giá thuê trung bình giàn khoan JU (USD/ngày)</i>	57.485	64.175	11,6%	68.175	6,2%
<i>Dịch vụ kỹ thuật khoan và dịch vụ khác</i>	1.746	1.833	5,0%	2.200	20,0%
<i>Thương mại</i>	448	493	10,0%	542	10,0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>449</b>	<b>682</b>	<b>52,0%</b>	<b>901</b>	<b>32,1%</b>
<b>LNST của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>189</b>	<b>236</b>	<b>24,7%</b>	<b>313</b>	<b>32,8%</b>

Nguồn: PVD, SSI ước tính

## Quan điểm đầu tư

Tại mức giá ngày 3/3/2020 là 12.100 đồng/cổ phiếu, PVD đang được giao dịch tại mức P/E 2020 là 21,6 lần và P/E 2021 là 16,3 lần, cải thiện tích cực nhờ tăng trưởng lợi nhuận tốt. Bên cạnh đó, PVD có P/B 2020 đang ở mức 0,36 lần, thấp hơn so với mức P/B trung bình trong 3 năm của PVD và P/B bình quân của các công ty tương đồng trong khu vực cùng là 0,5 lần.

Chúng tôi đặt mức P/B 2020 mục tiêu cho PVD là 0,45 lần, theo đó mức giá mục tiêu đưa ra là 15.000 đồng/cổ phiếu (tăng 23,9% so với giá hiện tại). Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu.

### Yếu tố khác hỗ trợ tăng giá:

- (1) Thời gian cho thuê của các giàn thuê lại có thể dài hơn dự kiến, theo đó giúp tăng doanh thu
- (2) Hoàn nhập dự phòng tiềm năng từ PVEP, ước tính tổng cộng khoảng 210 tỷ đồng.

**Rủi ro:** biến động giá dầu mặc dù chưa thể ảnh hưởng đến ước tính KQKD của PVD trong năm 2020 của chúng tôi, tuy nhiên có thể sẽ gây ảnh hưởng tâm lý nhà đầu tư trên thị trường và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.265	1.890	1.965	2.965
+ Đầu tư ngắn hạn	1.012	1.033	1.033	1.033
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.613	1.934	2.131	2.371
+ Hàng tồn kho	760	810	957	1.035
+ Tài sản ngắn hạn khác	25	50	39	44
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.674</b>	<b>5.716</b>	<b>6.125</b>	<b>7.448</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	15	16	20	22
+ GTCL Tài sản cố định	14.462	13.926	13.405	13.374
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	64	27	22	18
+ Lợi thế thương mại	678	1.053	1.171	1.295
+ Tài sản dài hạn khác	110	139	134	148
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>15.330</b>	<b>15.160</b>	<b>14.752</b>	<b>14.857</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>21.004</b>	<b>20.877</b>	<b>20.877</b>	<b>22.305</b>
+ Nợ ngắn hạn	2.800	2.760	2.954	3.284
Trong đó: vay ngắn hạn	362	521	565	721
+ Nợ dài hạn	4.354	4.060	3.606	4.359
Trong đó: vay dài hạn	3.477	3.230	2.733	3.422
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>7.154</b>	<b>6.820</b>	<b>6.560</b>	<b>7.644</b>
+ Vốn góp	3.833	4.215	4.215	4.215
+ Thặng dư vốn cổ phần	2.434	2.434	2.434	2.434
+ Lợi nhuận chưa phân phối	4.076	3.812	4.048	4.361
+ Quỹ khác	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.850</b>	<b>14.057</b>	<b>14.318</b>	<b>14.661</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>21.004</b>	<b>20.877</b>	<b>20.877</b>	<b>22.305</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	163	-95	542	869
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	1.141	-206	-14	-714
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-931	-87	-453	845
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>373</b>	<b>-388</b>	<b>75</b>	<b>1.001</b>
Tiền đầu kỳ	1.803	2.265	1.890	1.965
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.265</b>	<b>1.890</b>	<b>1.965</b>	<b>2.965</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	2,03	2,07	2,07	2,27
Hệ số thanh toán nhanh	1,76	1,78	1,75	1,95
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,17	1,06	1,01	1,22
Nợ ròng / EBITDA	0,11	0,13	0,09	0,08
Khả năng thanh toán lãi vay	4,61	2,78	5,5	6,75
Ngày phải thu	106,93	134,35	121,03	124,29
Ngày phải trả	58,39	83,1	67,04	69,07
Ngày tồn kho	64,63	85,11	79,09	82,1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,66	0,67	0,69	0,66
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,34	0,33	0,31	0,34
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,52	0,49	0,46	0,52
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,28	0,27	0,23	0,28
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,03	0,04	0,04	0,05

Nguồn: PVD, SSI Research

Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
<b>Báo cáo Kết quả Kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.500</b>	<b>4.369</b>	<b>5.237</b>	<b>5.790</b>
Giá vốn hàng bán	-5.103	-3.920	-4.555	-4.889
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>397</b>	<b>449</b>	<b>682</b>	<b>901</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	190	170	141	147
Chi phí tài chính	-258	-241	-214	-234
Chi phí bán hàng	61	113	118	124
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-13	-17	-16	-17
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>-285</b>	<b>-397</b>	<b>-411</b>	<b>-521</b>
Thu nhập khác	<b>93</b>	<b>76</b>	<b>300</b>	<b>400</b>
Thu nhập từ các công ty liên kết	140	119	26	29
Lợi nhuận trước thuế	233	195	326	429
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>173</b>	<b>177</b>	<b>261</b>	<b>343</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	<b>197</b>	<b>189</b>	<b>236</b>	<b>313</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>-24</b>	<b>-12</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
EPS cơ bản (VND)	396	316	560	743
Giá trị sổ sách (VND)	35.467	32.761	33.320	34.063
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	403	353	470	583
EBITDA	1.011	943	1.096	1.418
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	41,4%	-20,6%	19,9%	10,6%
EBITDA	-10,7%	-6,8%	16,2%	29,5%
EBIT	17,1%	-12,3%	33,0%	23,9%
Lợi nhuận ròng	385,6%	2,5%	47,4%	31,5%
Vốn chủ sở hữu	2,8%	1,5%	1,9%	2,4%
Vốn điều lệ	0,0%	10,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-3,7%	-0,6%	0,0%	6,8%
<b>Định giá</b>				
PE	36,87	47,63	21,62	16,28
PB	0,41	0,46	0,36	0,36
Giá/Doanh thu	1,02	1,45	0,97	0,88
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%
EV/EBITDA	6,09	6,28	4,92	3,69
EV/Doanh thu	1,12	1,36	1,03	0,9
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,2%	10,3%	13,0%	15,6%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	1,7%	1,8%	5,7%	6,9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	3,1%	4,1%	5,0%	5,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,2%	0,4%	0,3%	0,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	5,2%	9,1%	7,9%	9,0%
ROE	1,3%	1,3%	1,8%	2,4%
ROA	0,8%	0,9%	1,3%	1,6%

## 1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## 2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Hoàng Việt Phương	Giám đốc Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:phuonghv@ssi.com.vn">phuonghv@ssi.com.vn</a>
Phạm Lưu Hưng	Phó GD Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:hungpl@ssi.com.vn">hungpl@ssi.com.vn</a>
Phạm Huyền Trang	Phó GD Trung tâm phân tích và Tư vấn đầu tư	<a href="mailto:trangph@ssi.com.vn">trangph@ssi.com.vn</a>
Nguyễn Đăng Khoa	Chuyên viên phân tích	<a href="mailto:khoand1@ssi.com.vn">khoand1@ssi.com.vn</a>